

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	36.36
总股本/流通股本(亿股)	60.55/60.55
总市值/流通市值(亿港元)	2254/2254
52周内最高/最低价	39.76/15.89
资产负债率(%)	11.33
市盈率	42.3
Stellar	Infinity
第一大股东	Company Ltd.

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
研究助理: 徐智敏
SAC 登记编号: S1340125080012
Email: xuzhimin@cnpsec.com

翰森制药(3692.HK)

创新药收入高增，BD 合作持续贡献增量

● 事件

公司发布 25 年中期业绩公告，25H1 公司收入 74.34 亿元，同比 +14.3%，溢利 31.35 亿元，同比 +15.0%。

● 投资要点

创新药及合作收入维持高增，总收入占比提升至 83%。

2025 年上半年创新药与合作产品收入约 61.5 亿元，占比提升至 82.7%。按治疗领域来看，抗肿瘤收入 45.3 亿元占比 60.9%；抗感染收入 7.4 亿元，占比 9.9%；中枢神经系统收入 7.7 亿元，占比 10.4%；代谢及其他领域收入 14.0 亿元，占比 18.8%。

阿美替尼新适应症获批贡献增量，多项创新管线稳健推进。

研发进展角度来看，阿美替尼在 2025 年新获批两项适应症：辅助治疗 NSCLC 和不可切除 NSCLC 患者根治性放化疗后的维持治疗。同时 2025 年 6 月在英国获批上市单药的一线治疗，有望持续抬升阿美替尼的收入天花板。同时公司新增多个 3 期关键注册临床：B7H3 ADC（骨与软组织肉瘤）、B7H4 ADC（卵巢癌）、IL-23p19（中重度斑块状银屑病，荃信生物合作），推进稳健为公司未来成长提供动力。

BD 合作收入持续增厚业绩。

2025H1 公司已收到默沙东 1.12 亿美元的首付款并计入合作收入。同时公司 2025 年 6 月达成和 Regeneron 关于 HS-20094 的对外许可。7 月获得 Regeneron 的 8000 万美元的首付款，增厚全年的 BD 合作收入。

● 投资建议

公司系国内的龙头药企，从传统仿制药高效转型创新业务，创新药销售收入持续放量，同时创新性管线迎来出海机遇，有望开拓全球市场。我们预计公司 2025-2027 年营业收入达 144/166/192 亿元，归母净利润为 50/57/64 亿元，同比 +14%/+14%/+13%。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

研发进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；上市公司业绩不及预期风险；谈判合作不及预期风险；地缘政治形势加剧风险；早研管线研发失败风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12261	14432	16590	19164
增长率(%)	21%	18%	15%	16%
EBITDA（百万元）	5,493	6,094	6,858	7,685
归属母公司净利润（百万元）	4372	4986	5664	6391
增长率(%)	33%	14%	14%	13%
EPS(元/股)	0.74	0.82	0.94	1.06
市盈率（P/E）	21.48	40.62	35.76	31.69
市净率（P/B）	3.29	5.44	4.72	4.11
EV/EBITDA	16.76	31.99	28.01	24.62

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	27,442	36,367	42,498	49,002	营业收入	12,261	14,432	16,590	19,164
现金	2,323	7,600	10,467	13,459	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	3,170	3,731	3,917	4,259	营业成本	1,105	1,200	1,209	1,381
存货	651	683	688	787	销售费用	3,796	4,185	4,811	5,558
其他	21,298	24,353	27,426	30,497	管理费用	713	794	995	1,150
非流动资产	4,216	4,333	4,193	4,273	研发费用	2,702	3,175	3,816	4,599
固定资产	2,805	2,488	2,191	2,048	财务费用	7	0	0	0
无形资产	313	711	837	960	除税前溢利	5,085	5,800	6,589	7,434
其他	1,098	1,135	1,165	1,265	所得税	713	814	924	1,043
资产总计	31,658	40,700	46,691	53,274	净利润	4,372	4,986	5,664	6,391
流动负债	2,695	3,075	3,352	3,494	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	41	0	0	0	归属母公司净利润	4,372	4,986	5,664	6,391
应付账款及票据	218	233	252	295					
其他	2,436	2,842	3,101	3,199	EBIT	5,092	5,800	6,589	7,434
非流动负债	283	374	424	474	EBITDA	5,493	6,094	6,858	7,685
长期债务	0	0	50	100	EPS（元）	0.74	0.82	0.94	1.06
其他	283	374	374	374					
负债合计	2,978	3,449	3,776	3,968					
普通股股本	0	99	99	99	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	28,322	36,793	42,457	48,849	成长能力				
归属母公司股东权益	28,680	37,251	42,915	49,306	营业收入	21.35%	17.71%	14.95%	15.52%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	33.39%	14.05%	13.61%	12.84%
股东权益合计	28,680	37,251	42,915	49,306	获利能力				
负债和股东权益	31,658	40,700	46,691	53,274	毛利率	90.98%	91.68%	92.71%	92.79%
					销售净利率	35.66%	34.55%	34.14%	33.35%
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE	15.24%	13.38%	13.20%	12.96%
经营活动现金流	3,862	4,331	5,148	5,334	ROIC	15.24%	13.38%	13.18%	12.94%
净利润	4,372	4,986	5,664	6,391	偿债能力				
少数股东权益	0	0	0	0	资产负债率	9.41%	8.47%	8.09%	7.45%
折旧摊销	401	294	270	250	净负债比率	-7.96%	-20.40%	-24.27%	-27.09%
营运资金变动及其	-910	-949	-786	-1,308	流动比率	10.18	11.83	12.68	14.02
					速动比率	9.94	11.60	12.47	13.80
投资活动现金流	-1,392	-2,599	-2,331	-2,392	营运能力				
资本支出	-525	-375	-100	-230	总资产周转率	0.38	0.40	0.38	0.38
其他投资	-867	-2,224	-2,231	-2,162	应收账款周转率	3.84	4.18	4.34	4.69
					应付账款周转率	5.79	5.32	4.98	5.05
筹资活动现金流	-6,066	3,544	50	50	每股指标（元）				
借款增加	-4,204	-41	50	50	每股收益	0.74	0.82	0.94	1.06
普通股增加	0	3,585	0	0	每股经营现金流	0.65	0.72	0.85	0.88
已付股利	-1,858	0	0	0	每股净资产	4.83	6.15	7.09	8.14
其他	-4	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	-3,658	5,277	2,868	2,992	P/E	21.48	40.62	35.76	31.69
					P/B	3.29	5.44	4.72	4.11

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括: 证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000